



宏观研究

【粤开宏观】经济恢复继续承压，亟需增量政策支持

2024年09月14日

投资要点

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001
电话：010-83755580
邮箱：luozhiheng@y kzq.com

分析师：马家进

执业编号：S0300522110002
电话：13645711472
邮箱：majiajin@y kzq.com

近期报告

《【粤开宏观】逆周期政策仍需发力，增量货币政策“箭在弦上”——8月金融数据点评》2024-09-14

《【粤开宏观】大类资产配置研究（一）：当前国内资产的宏观交易主线及未来价格走势》2024-09-08

《【粤开宏观】如何理解城投“退平台”与声明市场化经营主体？》2024-09-05

《【粤开宏观】当前宏观政策面临的两大“叙事陷阱”》2024-09-01

《【粤开宏观】如何看待产业外迁与企业出海？——出口系列研究之二》2024-08-29

摘要

今年以来，我国经济面临短期总需求不足和中长期新旧动能转换阵痛的双重压力，经济分别受到三大支撑和三大拖累。支撑方面，一是出口超预期回暖及韧性，二是设备更新带动制造业投资，三是中央政府加杠杆带动中央基建投资；拖累方面，一是居民消费不振，二是地方基建投资下滑，三是房地产市场持续低迷。

与此同时，经济恢复呈现出明显的分化特征：一是宏观的总量层面，供给好于需求、外需好于内需、中央财政支出及其带动的中央基建投资好于地方基建投资、宏观数据好于微观感受；二是中观的行业层面，终端需求旺盛的产业链好于需求不足的行业，行业整体低迷不代表没有赛道机会，同时新增需求涌现也可能难以带动整个行业大幅走强。（详见前期报告《当前经济运行的明线与暗线》）

一、8月经济恢复继续承压，宏观政策发力显效

8月生产、消费、投资数据同步走弱。

其一，生产受国内需求不足拖累。8月规模以上工业增加值和服务业生产指数同比分别为4.5%和4.6%，分别较上月下降0.6和0.2个百分点。需求不足制约生产，表现为产品和服务价格持续低迷，8月核心CPI和PPI同比下滑。

其二，消费仍较低迷，但消费品以旧换新政策和暑期出游需求带动耐用品零售和餐饮收入小幅回暖。8月社零消费季调环比仅为-0.01%，低于前值0.27%。消费品以旧换新政策带动下，部分耐用品消费回暖；暑期出游带动住宿和餐饮业景气恢复，8月餐饮收入同比由前值3%升至3.3%。

其三，投资增速持续下滑，但8月房地产销售和投资同比降幅略有收窄，中央和地方加快政府债券发行和使用进度，支撑基建投资。特别国债支持下，1-8月水利管理业投资累计同比继续升至32.6%；地方专项债发行进度由7月的45.5%跃升至8月的65.9%，公共设施管理业投资累计同比持平于-4.7%，当月同比降幅收窄。

二、如何理解中观层面的行业景气分化？

（一）需求分化导致不同行业间景气分化

例如，铁路、航空等运输业及制造业受居民出行需求旺盛拉动，1-8月，铁路运输业和航空运输业，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业的生产、投资累计同比均实现高增。

又如，汽车制造业、电气机械和器材制造业受供需失衡严重拖累，一方面，



汽车、家电、光伏产品等终端需求相对低迷，另一方面，新能源汽车、锂电池、光伏产品等新兴产业前期投资扩产较快，导致汽车制造业、电气机械和器材制造业的价格、生产、投资表现均弱于工业或制造业整体。

（二）新旧动能转换导致同一行业内景气分化

例如，虽然汽车行业整体低迷，但绿色化、智能化趋势下，新能源汽车与传统燃油车表现迥异。8月新能源汽车渗透率达到53.9%，连续两个月突破50%；我国汽车行业也凭借新能源汽车实现“弯道超车”。

又如，虽然设备投资高增，但通用设备和专用设备制造业的生产仍受房地产和地方基建投资低迷拖累。1-8月，设备工器具购置投资累计同比达16.8%，但通用设备制造业和专用设备制造业的工业增加值累计同比分别仅为2.8%和2.3%，甚至低于工业总体增速的5.8%。主要受房地产和地方基建投资低迷拖累，1-7月房地产投资中设备工器具购置累计同比仅为-23.5%。

三、抓紧出台增量政策，努力完成全年经济增速目标

从7-8月的经济数据来看，三季度GDP同比增速或低于第二季度的4.7%，影响“5%左右”的全年经济增速目标的实现。虽然大规模设备更新和消费品以旧换新、房地产调控放松、政府债券加快发行和使用进度等政策效果有所显现，但居民消费、企业投资、地方基建投资、房地产市场等仍未有效企稳，需要更大力度的政策支持。

第一，积极的财政政策要在稳增长中发挥更大作用。例如研究追加赤字增发国债，弥补土地出让收入等下行引发的收入缺口，提高财政支出增速，加大逆周期调节力度；加快专项债发行进度，放宽专项债的使用范围等。

第二，支持性的货币政策要进一步加大调控力度。例如降准降息，加大对大规模设备更新和消费品以旧换新、地方政府收购存量商品房的金融支持，降低存量房贷利率等。

第三，继续优化房地产政策，尽快扭转房地产价格下行预期。一是解除非必要的限购措施，释放潜在购房需求；二是降低居民购房成本，增强居民购房意愿和能力；三是加大中央财政对地方的支持力度，推进政府收储工作进行；四是引导鼓励高品质住宅产品开发，以优质供给满足居民合理需求。

（详见前期报告《当前宏观政策面临的两大“叙事陷阱”》）

风险提示：外部冲击超预期、稳增长政策超预期



目 录

一、经济恢复继续承压，宏观政策发力显效.....	4
二、如何理解中观层面的行业景气分化？	5
（一）需求分化导致不同行业间景气分化.....	5
（二）新旧动能转换导致同一行业内景气分化.....	6
三、抓紧出台增量政策，努力完成全年经济增速目标.....	8

图表目录

图表 1： 8 月 PPI 和核心 CPI 同比下滑	4
图表 2： 8 月地方专项债发行进度显著加快.....	5
图表 3： 交通出行相关行业投资高增.....	6
图表 4： 汽车和电气机械制造业投资从高增转向低增	6
图表 5： 新能源汽车渗透率快速上升	7
图表 6： 设备投资高增，但通用和专用设备制造业生产未显著上升	7



一、经济恢复继续承压，宏观政策发力显效

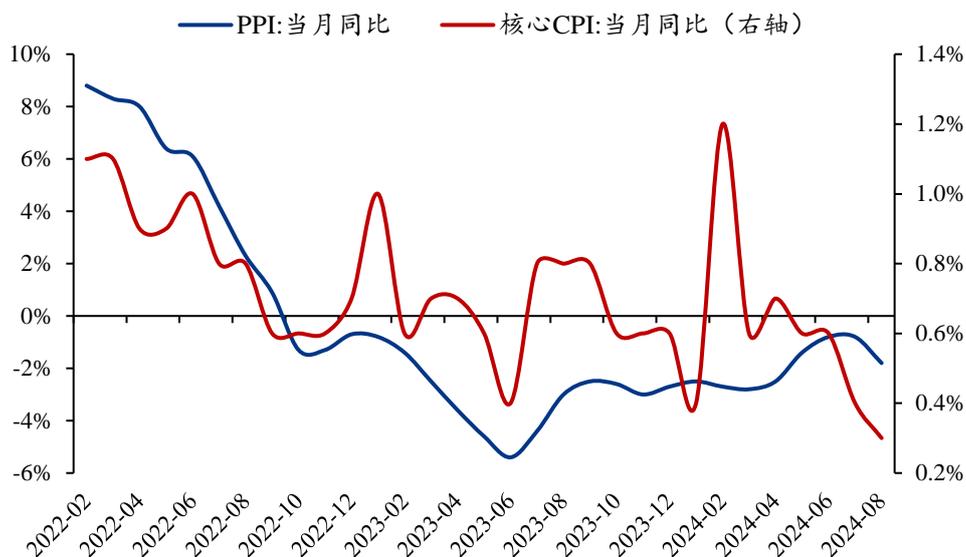
8月生产、消费、投资数据走弱，出口数据走强。规模以上工业增加值和服务业生产指数当月同比分别为4.5%和4.6%，分别较上月下降0.6和0.2个百分点；社会消费品零售总额当月同比和固定资产投资完成额累计同比分别为2.1%和3.4%，分别较上月下降0.6和0.2个百分点；出口金额当月同比为8.7%，较上月上升1.7个百分点。

其一，生产受国内需求不足拖累。供给好于需求、外需好于内需是当前经济的重要特征。需求不足制约生产，表现为产品和服务价格持续低迷。虽然8月CPI同比小幅回升0.1个百分点至0.6%，但主要受高温多雨天气和生猪产能调减导致的鲜菜、猪肉等食品价格上涨影响，核心CPI同比下降0.1个百分点至0.3%；受市场需求不足及部分国际大宗商品价格下行等因素影响，8月PPI同比由前值-0.8%降至-1.8%。

其二，消费仍较低迷，但消费品以旧换新政策和暑期出游需求带动耐用品零售和餐饮收入小幅回暖。虽然8月社零消费同比受到去年同期基数走高（两年平均增速上升2.4个百分点）的扰动，但8月社零消费季调环比仅为-0.01%，而正常年份同期环比增速均在0.5%以上，表明消费需求仍有待提振。当然，消费中也一些积极因素：一是在加力支持消费品以旧换新政策带动下，部分耐用品消费回暖，8月家用电器和音像器材类零售额同比由前值-2.4%升至3.4%，其中，高效等级家电零售额实现两位数增长；二是暑期出游带动住宿和餐饮业景气恢复，8月餐饮收入同比由前值3%升至3.3%。

其三，投资增速持续下滑，但房地产销售和投资同比降幅略有收窄，中央和地方加快政府债券发行和使用进度，支撑基建投资。8月房地产投资、销售面积、销售额当月同比分别为-10.2%、-12.6%和-17.2%，分别较上月上升0.6、2.8和1.3个百分点。特别国债支持下，1-8月水利管理业投资累计同比继续升至32.6%；地方专项债发行进度由7月的45.5%跃升至8月的65.9%，公共设施管理业投资累计同比持平于-4.7%，当月同比降幅收窄。

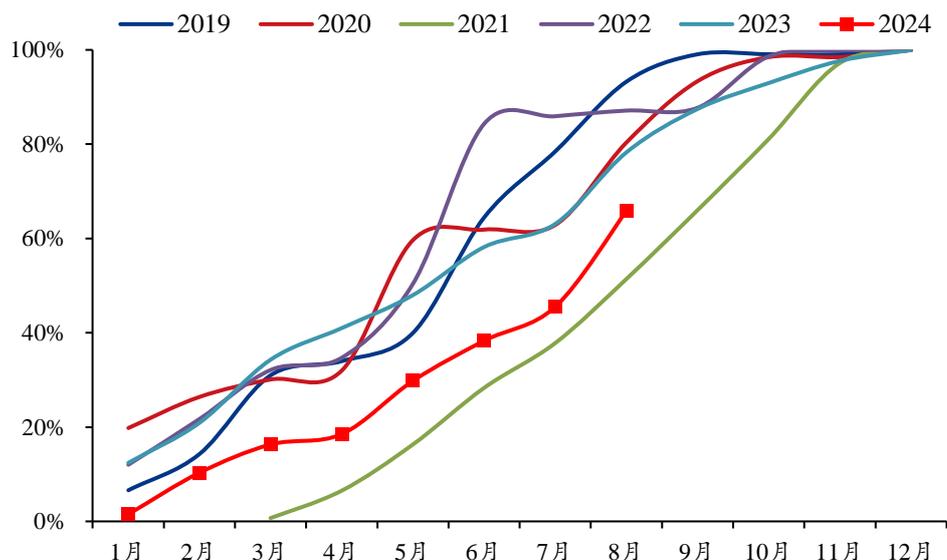
图表1：8月PPI和核心CPI同比下滑



资料来源：Wind、粤开证券研究院



图表2：8月地方专项债发行进度显著加快



资料来源：Wind、粤开证券研究院

二、如何理解中观层面的行业景气分化？

经济的分化特征不仅体现在宏观的总量层面，也反映在中观的行业层面。一方面，总需求不足背景下，也有部分行业面临不错的市场环境；另一方面，经济转型阵痛期内，各个行业都面临新旧动能转换的机遇与挑战。

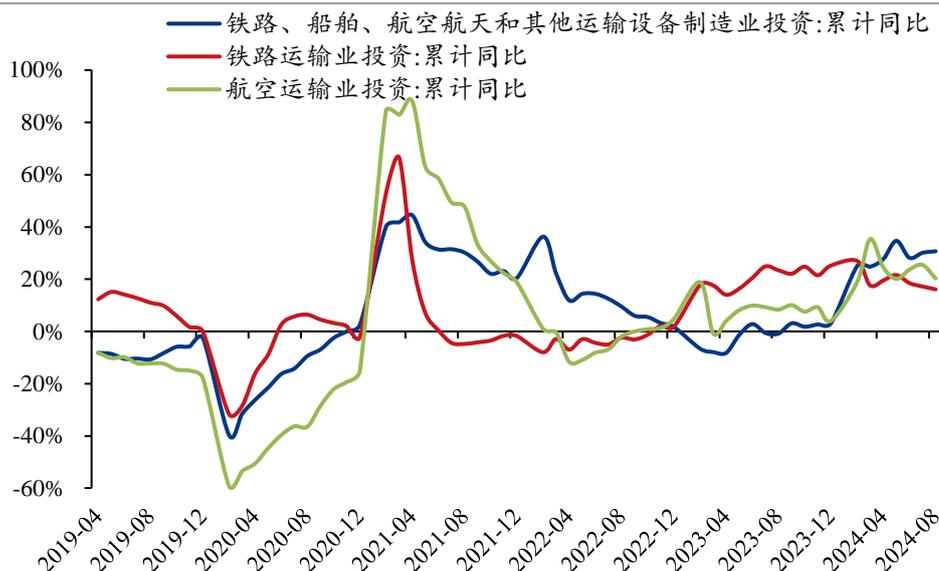
（一）需求分化导致不同行业间景气分化

例如，铁路、航空等运输业及制造业受居民出行需求旺盛拉动。交通出行是疫情期间受冲击最为严重、疫后恢复又最为显著的行业之一。据国家统计局披露，8月铁路运输、航空运输等服务业的PMI指数均位于55%以上较高景气区间，1-8月交通出行服务类的零售额同比达到两位数增长。需求旺盛促使铁路、航空运输业加大投资以提高载客能力，进而带动上游制造业的生产和投资。1-8月，铁路运输业和航空运输业固定资产投资累计同比分别达16.1%和20.3%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业的工业增加值和固定资产投资累计同比分别为11.9%和30.7%，大幅高于规模以上工业增加值和制造业投资累计同比的5.8%和9.1%。

又如，汽车制造业、电气机械和器材制造业受供需失衡严重拖累。一方面，汽车、家电、光伏产品等终端需求相对低迷，1-8月，汽车、家电音像零售额累计同比分别为-2.4%和2.5%，太阳能电池、锂离子蓄电池出口金额累计同比分别为-31.2%和-12%。另一方面，新能源汽车、锂电池、光伏产品等新兴产业前期投资扩产较快，2023年汽车制造业、电气机械和器材制造业固定资产投资同比分别达19.4%和32.2%。需求不足叠加产能扩张，导致行业内卷式竞争、企业经营压力增大，8月汽车制造业、电气机械和器材制造业PPI同比分别为-2.2%和-3%，工业增加值同比分别为4.5%和2.6%，固定资产投资1-8月累计同比分别为5.4%和-0.3%，表现均弱于工业或制造业整体。



图表3：交通出行相关行业投资高增



资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表4：汽车和电气机械制造业投资从高增转向低增



资料来源：Wind、粤开证券研究院

（二）新旧动能转换导致同一行业内景气分化

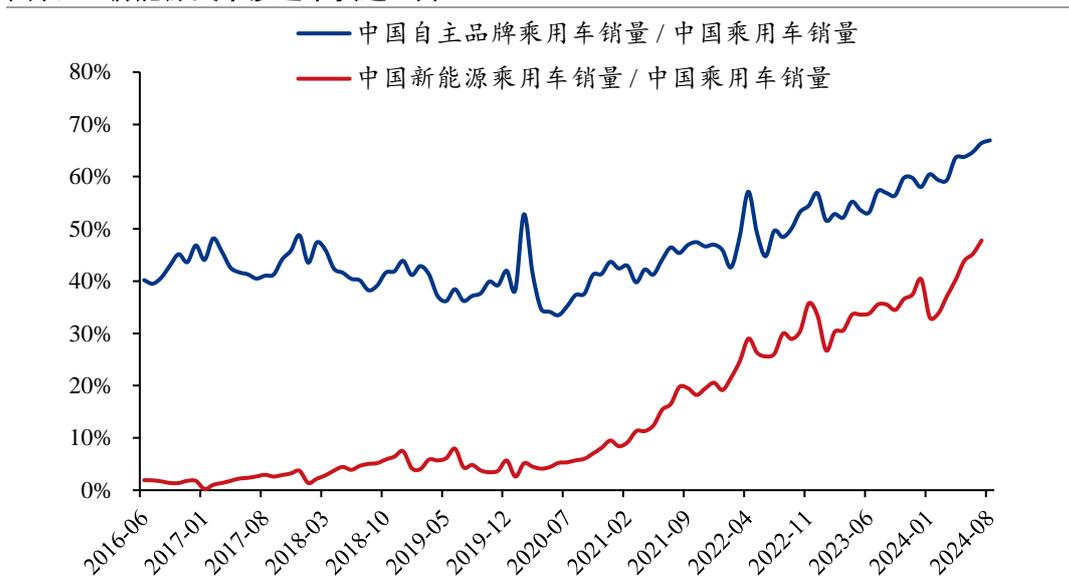
例如，虽然汽车行业整体低迷，但绿色化、智能化趋势下，新能源汽车与传统燃油车表现迥异。据汽车流通协会统计，8月狭义乘用车生产和零售量同比分别为-3.7%和-1%，其中新能源汽车生产和零售量同比分别为32.6%和43.2%，传统燃油车生产和零售量同比分别为-23.6%和-28%。此外，8月新能源汽车渗透率达到53.9%，连续两个月突破50%。我国汽车行业凭借新能源汽车实现“弯道超车”，8月自主品牌生产同比增长8%，合资品牌生产同比下降28%；自主品牌中的新能源车渗透率75.9%，主流合资品牌中的新能



源车渗透率仅有 8%。

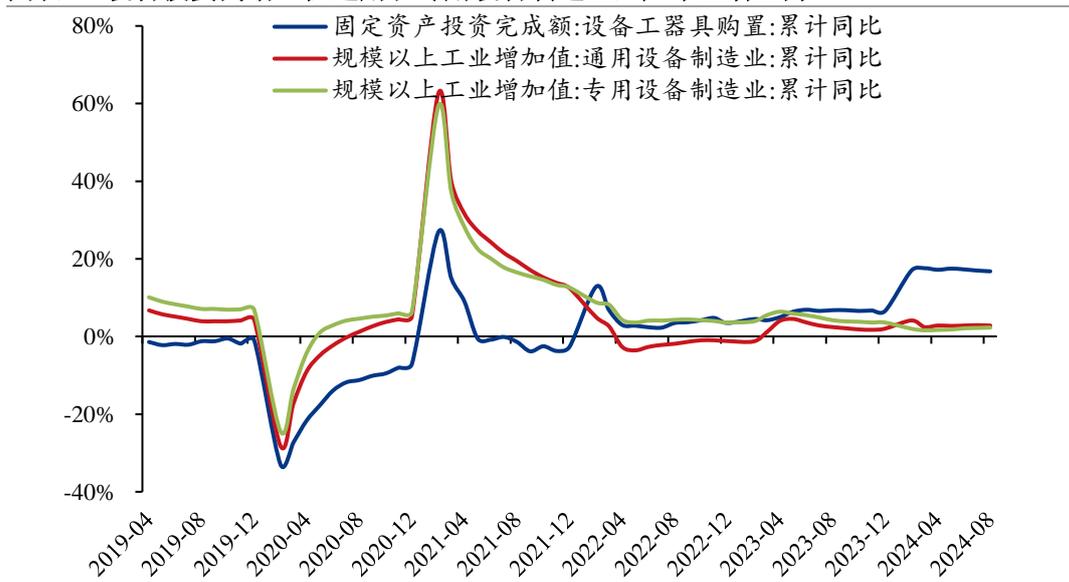
又如，虽然设备投资高增，但通用设备和专用设备制造业的生产仍受房地产和地方基建投资低迷拖累。1-8 月，设备工器具购置投资累计同比达 16.8%，但通用设备制造业和专用设备制造业的工业增加值累计同比分别为 2.8% 和 2.3%，甚至低于工业总体增速的 5.8%。设备投资高增确实对部分设备生产形成有效提振，例如 8 月食品制造机械、纺织专用设备、包装专用设备的产量同比分别为 66%、15.7% 和 13.5%。然而，通用设备和专业设备制造业中，还包括建筑工程用机械、建筑材料生产专用机械、起重机、电梯等与房地产和地方基建投资紧密相关的设备，而 1-7 月房地产投资中设备工器具购置累计同比仅为 -23.5%，1-8 月地方财政主导的公共设施管理业投资累计同比为 -4.7%。

图表5：新能源汽车渗透率快速上升



资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表6：设备投资高增，但通用和专用设备制造业生产未显著上升



资料来源：Wind、粤开证券研究院



三、抓紧出台增量政策，努力完成全年经济增速目标

从 7-8 月的经济数据来看，三季度 GDP 同比增速或低于第二季度的 4.7%，影响“5% 左右”的全年经济增速目标的实现。虽然大规模设备更新和消费品以旧换新、房地产调控放松、政府债券加快发行和使用进度等政策效果有所显现，但居民消费、企业投资、地方基建投资、房地产市场等仍未有效企稳，需要更大力度的政策支持。

第一，积极的财政政策要在稳增长中发挥更大作用。一是研究追加赤字增发国债，弥补土地出让收入等下行引发的收入缺口，提高财政支出增速，加大逆周期调节力度。增发的国债可用于三个方面：1) 转贷给压力较大的部分地方政府以缓解流动性风险，推动地方政府从应急状态回归常态。2) 给近年来毕业的尚未就业和失业的大学毕业生以及城乡中低收入人群发放部分补贴，提高其抗风险能力和消费能力，维护社会稳定。3) 投向提前储备“十五五”规划的重大项目，同时给予充分的项目储备时间，避免临时找项目引发的项目包装、资金使用效率低的现象。近期的防汛形势严峻，水利建设等有必要进一步加强。二是加快专项债发行进度，一方面放宽专项债的使用范围，另一方面考虑将部分专项债额度调整为一般债。三是优化“化债”政策，创造条件化解融资平台债务风险，推动地方政府从应急状态回归常态。

第二，支持性的货币政策要进一步加大调控力度。一是该降准降准，该降息降息，提振居民消费和企业投资需求。随着监管禁止银行“手工补息”、近期银行相继下调存款利率、美联储或于 9 月开启降息周期，货币政策的外部约束逐渐减轻、政策空间逐步打开。二是积极运用结构性货币政策工具，加大对大规模设备更新和消费品以旧换新、地方政府收购存量商品房的金融支持。截至 6 月，5000 亿元额度的科技创新和技术改造再贷款、3000 亿元额度的保障性住房再贷款，分别仅使用了 0 和 121 亿元。三是降低存量房贷利率，减轻居民还贷压力，增强居民消费能力。降低存量房贷利率，对商业银行净息差的影响相对可控，且能稳定存量房贷规模，抑制当前部分银行为争夺房贷业务而出现的“返点”违规现象。

第三，继续优化房地产政策，尽快扭转房地产价格下行预期。一是解除非必要的限购措施，释放潜在购房需求。当前全国仅剩北京、上海、广州、深圳、天津以及海南省 6 地仍在执行限购政策，有必要进一步放松。例如，放开郊区限购、大户型限购、商住限购，降低非本地户籍购房社保年限，增加多孩家庭购房指标等。二是降低居民购房成本，增强居民购房意愿和能力。例如降低房贷利率、购房减征契税、二手房交易减免增值税和个人所得税、一线城市取消普通住宅和非普通住宅标准等。此外，地方政府也可根据自身情况提供购房补贴，进一步减轻居民购房负担。三是加大中央财政对地方的支持力度，推进政府收储工作顺利进行。建议中央政府发行特别国债，转贷给地方政府缓解地方政府流动性风险；拓宽地方政府专项债资金使用范围，允许专项债用于支持地方政府收储。四是引导鼓励高品质住宅产品开发，以优质供给满足居民合理需求。建议根据不同城市的去化周期以及不同地段住宅受欢迎程度，将核心地段的部分商业用地修改为住宅用地，满足居民对好地段、高品质商品房的需求；放开郊区供地 1.0 容积率限制，优化架空层、阳台等空间以及社区公共配套设施的指标计算规则；鼓励优质优价，不再实施新建商品住房销售价格指导等。



分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任总裁助理，兼首席经济学家、研究院院长，证书编号：S0300520110001。
马家进，经济学博士，2021年7月加入粤开证券，现任首席宏观分析师，证书编号：S0300522110002。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。
本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的公开信息和资料，但本公司不保证信息的准确性和完整性，亦不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区控股中心 19、22、23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com